

## COMMENTAIRE MENSUEL DU GESTIONNAIRE – MAI 2021

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender s'est avancé de 0,9 %<sup>1</sup> en mai, ce qui représente un gain respectable en contexte plutôt tiède pour les titres de créance à rendement élevé et quelque peu plus positif pour les émissions de meilleure qualité.

Notre position dans la structure de capital réorganisée d'American Tire Distributors s'est retrouvée meneuse parmi les avoirs du Fonds, portée par la divulgation de solides bénéfices. Non loin derrière elle, on retrouvait les actions privilégiées d'entités de Brookshield et les billets convertibles d'Eagle Bulk Shipping.

Au pôle opposé, on notait la présence de quelques modestes perdants issus du secteur pharmaceutique, notamment les obligations convertibles d'Opko et de Precigen qui ont perdu quelques plumes. Le prêt à terme de McDermott accusait également un certain retard, affaibli par les retombées de la crise du Mozambique, un facteur qui selon nous a déjà entraîné un escompte excessif par le marché.

### **Revenu fixe : six erreurs que vous pourriez commettre (et la façon de les corriger)**

La vie pour les investisseurs s'avère plutôt stressante et incertaine ces temps-ci, encore plus s'il faut investir pour le compte d'autrui. À la lumière du parcours en dent de scie des marchés au cours des deux dernières années, il n'est pas surprenant que certains conseillers cherchent à solliciter le soutien des puissances divines. « Pour mon portefeuille à revenu fixe, je n'en demande pas tant, seulement quelques points à me donner », implorent-ils les yeux tournés vers les cieux, « et accordez-moi quelques moments de répit sur le terrain de golf cet été. »

Mais hélas, la fonction « autopilote » des bons vieux véhicules à revenu fixe est maintenant obsolète. Plutôt que d'enregistrer leurs gains sans effort, bon nombre d'investisseurs constatent des résultats frisant le zéro pour les instruments traditionnels, ou désemparés, ne savent plus où jeter leur dévolu dans cette arène désormais parsemée de risques. Dans le but d'alléger le fardeau des conseillers qui fixent obsessivement l'appareil à cotation (afin qu'ils puissent retourner sur les verts l'esprit tranquille), nous avons énuméré ici quelques-uns des pièges à éviter et, au cas où ils seraient tombés dedans, quelques solutions pour corriger la situation.

**N° 1 : Porter son attention aux cotes plutôt qu'aux risques** : Il fut un temps, il y a plusieurs années de cela, où l'expression « de qualité supérieure » indiquait qu'une obligation valait la peine d'être détenue, tandis que tout émetteur de rang inférieur était destiné aux amateurs de jeux de hasard. De nos jours, nous nous trouvons souvent dans des situations où notre marge de sécurité dans un titre de pacotille ou non coté est considérablement plus élevée que celle dans les titres d'émetteur cotés BBB par le S&P. C'est le risque qui importe, pas la cote.

**N° 2 : Privilégier le coupon à la valeur** : Les coupons copieux attirent l'attention, et parfois ils versent leur dû sans chigner. Mais souvent, ce prêt immobilier privé subordonné pourrait offrir une protection de la valeur moins élevée que celle d'un coupon modeste garanti par un ensemble de biens collatéraux plus solide. Il vaut la peine de cibler la valeur.

**N° 3 : Ne pas être récompensé pour une durée plus longue** : Nous comprenons. L'obligation du Canada à 30 ans verse un revenu légèrement plus élevé que celle à 5 ans. Toutefois, à moins d'être prêts à accepter

---

<sup>1</sup> Tous les rendements signalés sont ceux des parts de catégorie F du Fonds. D'autres catégories de parts sont offertes. Celles-ci pourraient présenter des frais et des rendements différents.

des hauts et des bas importants sur le plan du prix et de savoir comment faire une entrée à point nommé, peut-être serait-il préférable d'abandonner quelques sous de plus pour s'aventurer dans le monde relativement moins palpitant, mais plus certain, des titres de courte durée.

**N° 4 : Ignorer le potentiel de hausse liée aux actions** Question. Quand une obligation peut-elle verser plus que sa valeur nominale à l'échéance? Réponse. Lorsqu'il s'agit d'une obligation convertible liée à une action se négociant à un cours attractif. Ce ne sont pas toutes les obligations convertibles qui sont gagnantes, mais certaines émissions passent le fil d'arrivée bien au-dessus de la valeur au pair. C'est la raison pour laquelle les obligations convertibles figurent parmi les gagnantes à long terme sur le plan du rendement total au sein de la catégorie à revenu fixe<sup>2</sup>.

**N° 5 : Utilisation arbitraire des déclencheurs d'achat et de vente** : Il est possible que vous n'ayez pas porté votre attention sur le fait suivant : si vous investissez dans un véhicule de placements à revenu fixe passif, il y a de fortes chances que votre FNB prenne des décisions plutôt arbitraires. Vente après décote ou achat après inclusion à l'indice. Il s'agit là de transactions plutôt bien télégraphiées que certains participants astucieux peuvent anticiper, au détriment des FNB.

**N° 6 : Stigmatiser les obligations de moins bonne qualité** : Tout le monde aime dire qu'ils possèdent ce qu'il y a de mieux en fait de qualité, mais les études à long terme démontrent que les titres de créance plus faiblement cotés dégagent des rendements totaux beaucoup plus élevés, même lorsqu'on tient compte des récessions<sup>3</sup>. De toute évidence, la liquidité demeure un facteur important dans la construction d'un portefeuille à revenu fixe. Un soupçon de titres de créance de moins bonne qualité peut aider un portefeuille à remporter des rendements supérieurs à la moyenne en ce contexte de faibles revenus.

Bien que de nombreuses erreurs puissent être commises, comme nous l'avons illustré ci-dessus, il n'existe qu'une façon de les corriger – il faut penser comme un investisseur le ferait. Selon nous, les investisseurs qui envisagent les titres de créance en commençant par évaluer l'émetteur sont considérablement mieux placés que ceux qui remettent leur décision entre les mains des agences de cotation. Les investisseurs qui comprennent la volatilité exponentielle qui se cache au pôle à long terme de la courbe sont plus susceptibles de choisir une participation qui les récompensera pour courir ce risque sur la durée.

### **Nouvelles positions**

En mai, nous avons ajouté des participations dans deux prêts à terme de rang supérieur d'émetteurs auprès desquels nous détenons également des obligations. Ainsi, nous avons mis la main sur un prêt de rang supérieur à taux variable émis par Avaya, spécialiste de logiciels pour les centres d'appel. Celui-ci est assorti d'un taux équivalent au LIBOR +4 % moyennant une probabilité de défaut que nous évaluons à moins de 0,5 %. Nous avons également acquis une participation dans un prêt à terme coté B d'Uber Technologies, meneur parmi les services de voiturage, lequel propose un coupon au taux LIBOR +3,5 %. Dans les deux cas, nous considérons que ces prêts à terme posent très peu de risques fondamentaux et versent un revenu raisonnable.

Parmi nos avoirs plus aventureux, nous avons acheté une position dans Esperion Therapeutics, spécialiste en lipides. Nous aimons le profil de croissance d'Esperion, d'avis que l'assouplissement des mesures de confinement causées par la COVID mènera à une augmentation des ordonnances du principal produit de la société, soit son médicament visant à réduire le taux de cholestérol. L'entreprise affiche un bilan solide, ainsi que des liquidités de plus de 200 millions \$ et une capitalisation boursière supérieure à 600 millions \$,

---

<sup>2</sup> Creditsights, 30 avril 2021

<sup>3</sup> [Long-Term Expected Credit Spreads and Excess Returns](#), Erik Hennink Applied Working Paper No. 2016-3, octobre 2016  
Ortec Finance Research Center P.O. Box 4074, 3006 AB Rotterdam, Pays-Bas, [www.ortec-finance.com](http://www.ortec-finance.com)

comparativement à sa dette de 276 millions \$. L'obligation convertible, se négociant à 82 et assortie d'un rendement approximatif de 9 % à l'échéance en 2025, nous a paru plutôt attrayante.

### Positionnement du Fonds

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender affichait un rendement à l'échéance de 4,8 %, au 31 mai, le rendement actuel s'établissant à 4,9 % et la durée moyenne de ses instruments à terme à 3,7 années. Il comporte une pondération de 1,4 % dans des titres en détresse dont le rendement théorique n'est pas inclus dans le calcul ci-dessus. L'encaisse représentait 5,8 % du portefeuille total au 31 mai.

Geoff Castle

4 juin 2021



**PENDER**  
Gestion de Capital PenderFund Ltée

*Les fonds communs de placement peuvent comporter des commissions de vente, des commissions de suivi, des frais de gestion et des dépenses. Veuillez lire le prospectus simplifié avant d'investir. Les taux de rendement indiqués correspondent à des taux de rendement composés annuels globaux historiques qui tiennent compte des variations de la valeur liquidative et qui sont présentés nets des frais de gestion et d'administration. Ils excluent les frais de souscription, les frais de rachat et les frais facultatifs, de même que tout impôt à payer par tout porteur de titres, lesquels montants viendraient réduire ces rendements. Les fonds communs ne sont pas garantis, leur valeur change fréquemment et leur rendement antérieur ne se répète pas forcément. Lorsque le rendement d'un fonds est affiché, il s'agit du rendement des parts d'une catégorie particulière; d'autres catégories de parts sont offertes et pourraient présenter des frais et des rendements différents. Cette communication est fournie à des fins de renseignements seulement et ne constitue pas une offre de vente ou d'achat de nos produits ou services. Elle ne vise pas à fournir des conseils en matière de placements ni des conseils financiers à l'égard de n'importe quel sujet et n'est fournie qu'à titre indicatif. Tout a été fait pour veiller à l'exactitude de l'information figurant à la présente. Certaines des déclarations peuvent contenir des énoncés prospectifs impliquant des risques connus et inconnus, des incertitudes et d'autres facteurs qui pourraient influencer sur les résultats réels, sur les rendements et les réalisations de l'entreprise et sur les résultats enregistrés par le secteur, et les rendre sensiblement différents des résultats, des rendements et des réalisations futures explicites ou implicites exprimés dans ces énoncés prospectifs.*